

〔論文〕

わが国の財政・金融政策と経済予測

土井 省悟[†]

— 目 次 —

1. はじめに—本稿の目的
2. 財政政策と経済予測
3. 金融政策と経済予測
4. おわりに—金融政策の科学とアート

キーワード：2011年度一般会計予算、日本銀行の金融政策、経済予測

1. はじめに—本稿の目的

本稿は、マクロ経済政策としての財政政策と金融政策における経済予測のかかわりについて整理することを目的とする。⁽¹⁾

2. 財政政策と経済予測

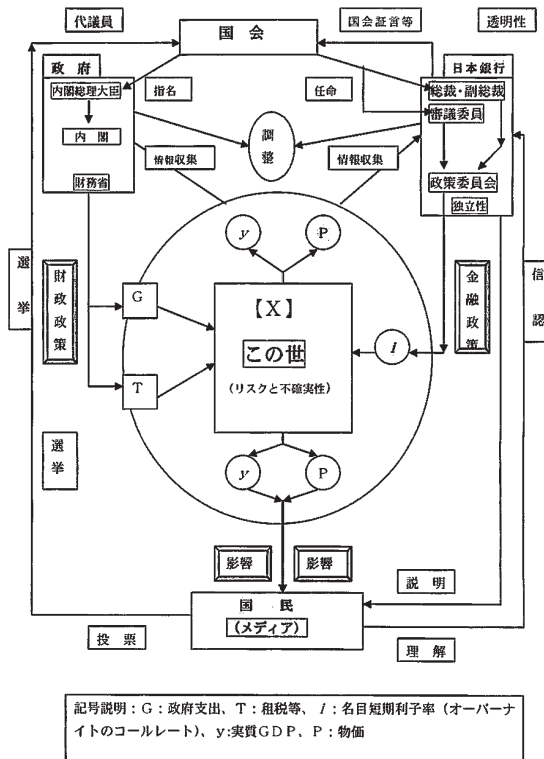
(1) 国民生活と財政

マクロ経済に影響を及ぼす財政政策の発動主体である政府は、財政収支（政府支出[G]－税収[T]）を操作することによって、マクロ経済状況（実質GDP： y 、物価： P 、名目GDP： Y ）に影響を与えることを意図している（第1図参照）。

[†] DOI, Shougo 本学社会学部教授

政府（内閣）⁽²⁾は、国民による選挙を通じて選ばれた代議員の無記名投票をへて国会で指名された、内閣総理大臣が国务大臣を任命して、構成される。選挙する国民は各政党の政策を聞いて投票を行う。各政党は、選挙で議席を獲得するためには、国民が何を求めているのかを見極めることが重要になる。国民は自分たちの生活の現状や将来に関心を持っている。その生活の関心をマクロの経済指標で表せば、 y 、 P 、 Y である。実際の生活に即して言えば、雇用であり、物価変動の状況であり、可処分所得（手取給与：受取給与マイナス税金マイナス社会保険料等）の動向である。わが国の長期にわたる経済成長の鈍化やデフレーションの結果として、雇用が減退（＝失業が増加）し、国民生活を悪化してきている。したがって、国民が政府に求めるものは、雇用の増加であり、デフレーションを食い止めることである。

第1図 国民生活と財政と金融政策



各政党は選挙で国民のニーズを察知し、国民の求めるものを実現する政策を訴えることによって国民の支持をえるのである。したがって、政府が、雇用や所得の増加を目指す政策を実行することは、きわめて重要な課題である。政府が行うことは、マクロ経済政策だけではないが、家計、企業、金融機関等の経済主体の行動に影響を与えることによって、マクロ経済的結果をもたらすのである。

政府のなしていること、なそうとしていることは、政府の一般会計予算に表れて来る。⁽³⁾それゆえ、一般会計予算をみることによって、政府のなそうとしていることを知ることができる。

(2) 2011年度一般会計予算（政府案）

政府は、国民から税金を徴収し、様々な政策を実施する。政府のなそうとしていることは予算に表れてくる。2011年度の一般会計政府案（2010年12月24日）によれば、予算総額は92兆4,116億円（100.0%）である。歳入は、「税収」が40兆9,270億円（44.3%）、「その他税収」が2兆4,897億円（2.7%）であり、資金の不足分44兆2,980億円を国債の発行（「公債金」）によって調達することになっている。予算の公債依存率は47.9%（昨年度は48.0%）である。国債発行が税収を超過するのは3年連続である。2011年度末では公債残高（普通国債残高）は668兆円程度（GDP比138%）、国及び地方の長期債務残高は891兆円程度（184%）と見込まれて⁽⁴⁾いる。

第1表 2011年度一般会計予算〈政府案〉

（単位：億円、カッコ内％）

歳 入		歳 出	
税 収	409,270 (44.3)	国 債 費	215,491 (23.3)
そ の 他 税 収	71,866 (7.8)	地方交付税交付金	167,845 (18.2)
公 債 金	442,980 (47.9)	一 般 歳 出	540,780 (58.5)
計	924,116(100.0)	計	924,116(100.0)

（出所）「平成23年度予算政府案」（財務省ホームページ<http://www.mof.go.jp/seifuan23/yosan.htm>）より作成。

（注）①カッコ内の数字は小数点第2位を四捨五入したもの ②2011年度末の「公債残高（普通国債）」は、668兆円程度（GDP比138%）、「国及び地方の長期債務残高」は、891兆円程度（GDP比184%）と推計されている。

一方、歳出は、これまで発行してきた国債の償還や利子払いである「国債費」が、歳出の23.3%を占める21兆5,491億円、財政力の弱い地方への国税の再配分である「地方交付税交付金」が16兆7,845億円（18.2%）である。これらの支出を除いた54兆780億円が、「一般歳出」である。「一般歳出」のうち、最大の支出項目は、「社会保障関係費」（28兆7,079億円：歳出総額の31.1%、前年比5.3%増⁽⁵⁾）である。この項目には、わが国の「少子高齢化」という現実が反映されている。

(3) 政府の経済予測

2010年12月には、2011年度の予算案や財政運営の基礎になるマクロ経済の指標の試算を政府が閣議決定した。それによると、実質GDPの成長率は1.5%、GDPデフレーターは-0.5%、したがって名目GDPの成長率は1.0%と試算されている。消費者物価上昇率の変化の見通しは、民間予測〔平均値〕より、実質GDP(y)、名目GDP(Y)、物価(P)のいずれにおいても楽観的な数字である。日本銀行の『経済・物価情勢の展望』（『展望レポート』）（後述）による見通しは政府見通しよりも楽観的である（第2表参照）。3者に共通しているのは、デフレは昨年度よりもわずかばかり解消するものの経済成長率は鈍化するということである。

第2表 2011年度経済・物価見通し

	政府見通し	民間予測 (平均値)	日本銀行 『展望リポ ート』
実質成長率	1.5	1.2	1.8
	3%台	3.3	2.1
名目成長率	1.0	0.6	—
	1%台	0.9	—
消費者物価 の上昇率	0.0	▲0.2	0.1
	▲0%台	▲0.9	▲0.4

（出所）2010年12月22日付『日本経済新聞』（四国版）

（注） 単位%、下段は2010年度、▲はマイナス、政府見通し以外の消費者物価は生鮮食品を除く。

政府の経済見通しが重要であるのは、名目所得の成長率予測が税収予測の基礎となるからである。予算上の税収は予測値である。実際の税収は予算より減少す

ることもあれば増加することもある。その数字は実際の経済成長率と税制度に依存する。

(4) 政府予算の効果と民間の経済予測

政府の経済予測の根拠、さらにはその予測値に予算の経済効果が織り込まれているのかどうかは不明であるが、政府は2011年度の予算は、①成長、雇用を重視し新成長戦略を着実に実施、②「国民の生活を第一」にマニフェストを着実に実施、③財政規律を堅持した予算であるという (<http://www.mof.go.jp/seifuan23/yosan001.pdf>)。しかしながら、エコノミストの評価は厳しく、2011年度の予算は、経済成長への効果はほぼゼロであり、2011年度の実質経済成長率は、平均で1.2%と予測している（第3表参照）。

第3表 エコノミストの11年度予算案評価

（単位：成長率押し上げ効果は10年度当初予算比、11年度の実質成長率は%、▲はマイナス。敬称略）

	成長率押し上げ効果	11年度の実質成長率
嶋中雄二（三菱UFJモルガン・スタンレー証券）	0.1	2.2
河野龍太郎（BNPパリバ証券）	ほぼゼロ	1.6
竹内淳一郎（日本経済研究センター）	0.0	1.3
熊谷亮丸（大和証券）	0.0	1.0
三輪裕範（伊藤忠商事調査情報部）	ほぼゼロ	0.8
藤井英彦（日本総合研究所）	0.0	0.3
菅野雅明（JPモルガン証券）	若干マイナス	1.4
長浜利広（第一生命経済研究所）	若干マイナス	1.0
森田京平（パークレイズ・キャピタル証券）	▲0.1	1.4
木内登英（野村証券）	▲0.1	1.2
平均		1.2

（出所）2010年12月26日付『日本経済新聞』（四国版）。

(5) N E E Dの経済予測

2011年1月3日付の『日本経済新聞』は、日本経済新聞デジタルメディアの総合経済データバンク「NEEDS」の経済予測を公表した（第4表参照）。それによると2011年度の実質GDPの伸びは前年に比べて1.3%、名目GDPの伸びは0.0%、消費者物価指数は－0.4%の変化である。失業率4.7%と見通している。2012年度はそれぞれ、1.6%、0.7%、0.0%、4.3%である。

第4表 N E E Dの日本経済見通し

(単位%、失業率以外は増加率・上昇率で、年度の数値は前年度比。▲はマイナス)

	2011年				2011 年度	2012 年度
	1～ 3月期	4～ 6月期	7～ 9月期	10～ 12月期		
実質GDP（前期比）	0.3	0.6	0.6	0.4	1.3	1.6
同 〈年率〉	1.0	2.5	2.5	1.6		
名目GDP（前期比）	0.9	▲0.3	0.3	▲0.3	0.0	0.7
同 〈年率〉	3.5	▲1.4	1.0	▲1.1		
消費者物価指数 （前年同期比）	▲0.7	▲0.3	▲0.4	▲0.4	▲0.4	0.0
鉱工業生産指数 （前期比）	1.0	1.5	1.2	1.3	2.4	4.9
法人企業経常利益 （前年同期比）	4.9	4.1	6.5	8.8	7.2	10.4
失業率	5.0	4.8	4.8	4.7	4.7	4.3

〈出所〉2011年1月3日付『日本経済新聞』（四国版）。

(6) 家計・企業の経済行動と経済予測

以上みてきたように、政府、日銀、民間エコノミスト、民間データバンクのマクロ経済指標の見通しには大きな違いはない。

家計であれ企業であれ、それぞれの経済活動や経済的意思決定において、これまでの経験に基づく知識をベースにしながらも、将来の経済動向を視野に入れていると考えられる。たとえば、家計は将来の物価の動向や雇用の見通しや所得の

見通しを考慮しながら現在の消費と貯蓄行動を決定している。企業も、自社の製品の需要の見込みや価格動向の予想をもとに現在の雇用をはじめとして経営戦略を決定する。将来の経済動向の見通しは、企業や家計にとっても重要な経済指標である。経済主体の現在の行動は過去の情報と未来の予測によって影響を受けると考える方が現実的である。それゆえに、リスクと不確実性に満ちた我々の「この世」では、たとえその確からしさを確認できなくても、「経済予測」は何がしかの「指針」となると言える。

第3表の「エコノミスト」は証券会社に関係している。証券会社の顧客は、将来を見据えながら投資する。証券会社の将来の経済予測の確実性の度合いは会社の業績に直結するのであるから、「経済予測」は、証券会社にとって人材と資金を投入し得るに足る事業分野であるともいえる⁽⁶⁾。けれども、将来予測であるから、予測そのものにも不確実性が存在する。投資家は証券会社の将来のマクロ経済の将来予測を含む様々な情報を得ながら投資をするのである。確実ではない将来への投資に対するリスクは投資家が引き受けるのである。最終的には投資家の「判断」で投資が行われることになる。投資家の最終的な決断をもたらす「判断」材料として「経済予測」は必要な情報なのである。

3. 金融政策と経済予測

(1) 金融政策決定主体としての政策委員会

マクロ経済に影響を及ぼす金融政策の発動主体は中央銀行（日本銀行）であり、具体的には銀行間の資金の貸借市場での名目金利（オーバーナイトのコールレート： i ）を操作することによって、マクロ経済に影響を与えることを目標とする政策である（第1図参照）。

多くの中央銀行と同様に、日本銀行の金融政策の目標は物価の安定であると規定されている。何らかの原因でインフレーションが生じると予測されると消費や投資といった需要が増加するので、日本銀行は金利を引き上げる。金融引き締めである。反対に物価が低下するつまりデフレーションが予測されると需要が減少するので金利を引き下げる。金融緩和である。

現在のわが国は長引くデフレーションの渦中にある。日銀は金利を引き下げて

総需要を拡大しようとしても名目金利はゼロ以下に下げられないという「金利ゼロ制約」に直面している。そうした中で、日銀は国債をはじめ各種の債券を購入して市中に潤沢な資金を供給して、量の側面から金融緩和を実施している。

資金量の操作によってであれ、金利の操作によってであれ、金融政策実施を決定するのは、日銀総裁と2名の副総裁と6名の審議委員で構成される政策委員会である（第1図参照）。金融政策がマクロ経済に、したがって国民の生活に大きな影響を与えうる力をもっているにも拘わらず、財政の運営の責任者である政府とは違って、選挙という形で国民から審判を受けることはない。政策委員会メンバーは、選挙によって多数を獲得した政党が構成する内閣によって任命される。しかも、金融政策実施においては、政策委員会の審議による独立性が日本銀行法で規定されている。

（2）金融政策運営の独立性と政策委員会

中央銀行に、金融政策実施の独立性が与えられているのは、金融政策運営を、短期的視野に陥りやすい政治的考慮から分離し（「政治からの独立性」）、長期的な視点から金融政策が実施されることこそが国民の利益となる、という歴史の教訓からである。もちろん、中央銀行の独立性というのは金融政策の手段の独立性であって、金融政策の目標の独立性ではない。金融政策の目標は国会（議会）が決定し法制化するのであるから、中央銀行の行う金融政策が国民の意思とは全く乖離しているとまでは言えない。

けれども、金融政策の独立性を支えるのは、独立性を与えられた金融政策運営の実際の結果が、国民から支持されることであることはいうまでもない。どの中央銀行も金融政策の独立性が中央銀行の独断にならないように、しかも金融政策の独立性を与えた国民から中央銀行の金融政策が信頼を持って支持されるように、制度の設計や運営を工夫してきているのである。

日本銀行の場合、政策委員会メンバーの人事には衆参両院の同意が必要であるし、政府も、決定権（投票権）はないが、金融政策決定会合に出席して、政府の見解をのべ、議決を延期するように発議する事もできる。マクロ経済の問題はインフレーションやデフレーションだけでなく、失業や経済成長といった問題も重要である。⁽⁷⁾ 金融政策が影響を与えることができるのは、インフレやデフレといっ

た名目値に対してであって、失業や実質GDPや経済成長率といった実質値に対してではない。とはいっても、国民生活に影響する実質値の動向については政府の経済政策との調整をすることも重要なのである。したがって、日本銀行法では、政府と日本銀行の間で緊密な情報交換を義務付けている（第1図参照）。

（3）金融政策の独立性と金融政策の透明性

金融政策運営にあたって、政策手段の独立性が日銀に与えられているからとはいえ、民主主義社会の中にあることを考えれば、日本銀行自体も、日銀がなしていることを国民に知らせ、実施された金融政策への理解をしてもらうことが責務であり、不可欠でもある。日本銀行は、金融政策に独立性があたえられた新日本銀行法の実施（1998年4月）以来、金融政策の透明性を高めるためにさまざまな工夫をしてきている（第5表参照）。さらに、日本銀行は、毎年6月と12月に、国会に対して『通貨及び金融の調節に関する報告書』を政府に提出し、衆参両院でその概要を説明している。総裁をはじめ審議委員は機会をとらえて各地で講演を行っている。これらは、日本銀行が金融政策の透明性を促進する手段である。

金融政策の透明性は、金融政策運営の独立性を与えられている中央銀行の責務である。それは、中央銀行が特定の金融政策を実施した事実とその理由を説明する責務（アカウンタビリティ accountability）でもある。なぜ、そのような政策を実施したのか（実施しなかったのか）、その理由を国民に説明し、国民に納得してもらうことがなければ金融政策実施主体である中央銀行への国民の信頼は揺らいでいく。実施された金融政策への納得感が得られなければ、金融政策の独立性への支持も揺らいでいく。日本銀行が国民から信頼され、国民からの信認を得ることは金融政策の効果を高めることになる。その意味からも、金融政策の透明性やアカウンタビリティの促進と工夫は極めて重要な課題である。

1972年4月に、日本銀行に入学し、2006年7月に退職するまでの約37年間、日銀に勤務し、2008年4月第30代日本銀行総裁に任命された白川方明（任期は2013年4月8日まで）は、総裁就任前に公刊した著作で、次のように述べている（土井[2009]、[2010]参照）。

「中央銀行は金融政策運営の独立性を与えられているが、独立した判断に基づいて金融政策を行う以上、アカウントビリティが求められる。アカウントビリティを欠いた独立性は無責任な政策運営や独善に陥る危険が大きい。その意味で、独立性とアカウントビリティは対をなす重要な原理である。アカウントビリティはどの組織についても求められるものであるが、その具体的な形態は組織の目的に応じて異なる」(108頁)。「中央銀行の場合、アカウントビリティを果たす最も重要な手段は、金融政策の決定や決定に至る判断の根拠、プロセスを国民に対して明確な言葉で説明すること、すなわち、透明性を確保することである」(102頁)。

第5表 金融政策の透明性を高めるための内容の工夫拡充例

事項	変更開始日	概要
金融政策決定会合開催予定日の公表	当初	3、6、9、12月の会合日に先行き6カ月分を公表
	2007年 6月15日	6、12月の会合日に先行き1年分を公表
『金融経済月報』の公表	当初	毎月1回目の会合の2営業日後、8時50分に公表
	2000年 9月18日	毎月1回目の会合の翌営業日後、14時に公表
	2003年11月21日	「基本的見解」部分については、毎月1回目の会合日に即日、15時に公表
金融政策決定会合後	当初	毎月1回目の会合の2営業日後に実施
総裁定例記者会見	2003年10月10日	全ての会合日の当日中に実施
金融政策決定会合の議事録要旨の公表	当初	次々回の会合で承認、その3営業日後に公表
	2000年 9月20日	概ね1カ月程度を目処に次回または次々回の会合で承認、その3営業後、14時に公表
	2007年 6月20日	公表時間を8時50分に変更
『経済・物価情勢の展望(展望レポート)』の公表	2001年10月31日	公表開始
	2001年 4月26日	4、10月の2回目の会合の翌営業日、14時に公表
	2001年10月29日	4、10月の2回目の会合日に即日、15時に公表
	2004年 1月20日	1、7月公表の『金融経済月報』にて展望レポートの「中間評価」を公表
	2005年 4月28日	4月公表分の「対象期間」について「当該年度のみ」から「当該年度および翌年度」に変更

(備考)「当初」は1998年4月以降を指す。

(出所) 中島上智、服部正純(2010)、表1(3頁)。

①金融政策の決定や、②決定に至る判断の根拠、③プロセスは、第5表で示された手段で明らかにされるし、10年後には議事録そのものが公開されるのであるから、「金融政策の決定に責任を有する当事者は常に歴史の審判を意識しながら、決定に臨むという自己規律が求められる」（109頁）。同時に金融政策を評価するわれわれ国民も金融政策決定の実際とそれに伴う困難さを理解しておくことも必要だと考えられる。

（4）『物価・経済情勢の展望』での経済予測

金融政策の目標は物価の安定である。けれども、物価の動向は、金融政策の変更によって短期間で効果を現すものではない。現在の金融政策の変更が物価に影響を及ぼすのは、1年から2年先となることが経験的に知られている。したがって、金融政策の変更は先を見ながら（foreword-looking）の決定にならざるを得ない。つまり、将来予測（見通し）が不可欠な情報である。日本銀行は経済の将来見通しを、毎年4月と10月に公表する『展望レポート』の中で示しており、毎年1月と7月の金融政策決定会合の中で再検討した「中間評価」を公表している。

第6表 2010～2010年度の政策委員の大勢見通し（中央値）

（対前年度比　％）

年度	見通し時点	実質GDP　％	国内企業 物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2010年度	2010年 4月	+1.8	+1.3	-0.5
	2010年 7月	+2.6	+1.2	-0.4
	2010年10月	+2.1	+0.9	-0.4
	2011年 1月	+3.3	+0.5	-0.3
2011年度	2010年 4月	+2.0	+0.7	+0.1
	2010年 7月	+1.9	+0.8	+0.1
	2010年10月	+1.8	+0.5	+0.1
	2011年 1月	+1.6	+1.0	+0.3
2012年度	2010年 7月	—	—	—
	2010年10月	+2.1	+0.6	+0.6
	2011年 1月	+2.0	+0.7	+0.6

〈出所〉4月と12月は『経済・物価情勢の展望』、7月と1月は「中間評価」より作成。

第6表は、『展望レポート』と「中間評価」における政策委員の見通しの中央値を示したものである。

第6表の見通し数値は、3か月ごとに新しくされたデータをもとに、変更されている。実質GDPをみると、2010年度は2010年4月段階では1.8%であるのに対して2011年1月段階では3.3%と成長率見通しが改善されている。ところが2011年度の見通しは、次第に悪化している。2年先の見通しは若干改善されている。

一方、物価の見通しは、国内企業物価指数でみても消費者物価指数でみても2010年度にはデフレが解消される兆しはない。2011年度でようやくプラスになるという見通しである。けれども、1%という物価安定の目安には達していない⁽⁸⁾。したがって日銀のゼロ金利政策は続くと考えていい⁽⁹⁾。

(5) 経済予測の精度と困難性

これまで、われわれは、政府、民間エコノミスト、日本銀行の経済見通し（経済予測）をみてきた。これらの経済予測がどれほどの精度を持っているかは、それを基にしてなされる金融政策の決定の信頼性を左右する。けれども、将来予測の精度は、経済環境の変化によって、変化する。白川は次のようにいっている。

「専門家による経済予測の精度をみると、通常時は予測の精度は比較的高いといえる。しかし、経済が大きく変動する局面では、どの国でも予測は大きく外れている。例えば、1990年代の日本経済は全体として成長率や物価上昇率の低下によって特徴づけられているが、1990年代初頭時点における先行き予測を取り上げてみると、その後に展開を正確に見通した予測は非常に少なかった」（白川、199頁）。「日本銀行の予測をみても、政府の予測をみても、公表された文書で事後的に振り返ると、1990年代初頭の予測は楽観的であった」（同、200頁）。

自然現象と異なる社会現象において、リスクと不確実性に満ちた世界における経済予測の精度は経済環境によって変化するということは、ある意味で、当然のことである。人間の行動はそれぞれが置かれた経済環境の違いによって異なるのであり、経済環境が大きく変化する時には、人々の行動も変化する。人々の行動の変化は、経済環境の変化が予見されるか、人々の行動パターンが予見される場合には、経済予測もその精度は高まると考えられるだろう。たとえば、デフレが、

今後も続くと予想される場合と一時的であると予測される場合とでは人々の行動は異なる。その結果マクロ経済の実績には違いが生じる。日本銀行が、量的緩和政策を採用したとしても、企業も家計もの将来のデフレや景気の悪化が持続することを予想するとすれば、将来に備えて消費を控え貯蓄を増やそうとするであろう。政府が減税処置をとったとして、国民が将来に不安を感じていれば、財政政策の緩和効果は削減される。

将来の経済予測には困難を伴うことは理解できるとしても、将来の経済見通しが全く存在しないという事態にはわれわれは耐えることができない。将来への見通しを欠く場合は、将来への不安が高じていく。それゆえ、精度は低くても今持っている予測ないし見通しをもとにそれに変更を加えて将来に向けて歩むしかない。もちろん、予測の精度を高めていく努力が不可欠であるのはいうまでもない。

(6) 経済予測の重要性と知識の不完全性

前述のごとく、中央銀行が、金融政策を運営するに当たって、経済予測が重要になる理由は、二つある。第一は、金融政策が効果を表すためには1～2年という長いラグがあるため、先行きの経済状況を見通すことは政策判断の大前提であるということ、第二は、中央銀行が金融政策運営の独立性を与えられている以上、そのために政策判断の根拠を国民に分かりやすく説明する義務を負っているからである。

第一は、政策判断を下すための根拠の一つであり、第二は、政策判断の根拠の説明のためである。このような経済見通しであるからこのような政策をとったということを説明する必要があるから、経済予測が重要なのである。

しかし、経済社会について私たちが持つ知識は不十分であり不完全である。白川は、34年間の日本銀行での勤務の中で痛感することとしてわれわれの知識が不完全さを強調している。

「本書で再三強調するように、現実の金融政策運営に従事すればするほど、我々自身の知識が如何に不完全であることを痛感する。その意味で、本書で繰り返し強調しているのは『学習を続ける組織』としての中央銀行の重要性である」(白川、iii頁)。

われわれの持つ知識は不完全である。不完全な知識しか持っていない人間はできるだけ適切に先行きを予測することによってリスクを縮小していくしかないのである。⁽¹⁰⁾

(7) 需要積み上げ方式による経済予測

それでは、我々がどのような方法で先行きの経済を予測しうるのであろうか。一つは、GDPを構成する需要項目である、消費支出、設備投資支出、住宅支出、政府支出、輸出〔マイナス輸入〕の推計を積み上げての予測か、いま一つは、経済理論に基づいた計量モデルによる予測である（白川、209頁）。

個別需要項目の動向の推計を積み上げる方法は、推計期間以前の実際の各需要項目の動向をもとに将来動向を推測することによって、予測は生み出される。けれども、この推測には基本的に推測者の経験や現実の経済に対する「感覚」が判断の基礎になる。当然に推計者の経験によって推計値に違いが出てくる。しかも、将来推計であるから将来に生じる出来事をも推測せざるをえない。将来に生じると考える出来事やその発生確率の見方によっても推計値は異なる。当然である。だからこそ、日本銀行の『展望レポート』での見通しは、政策委員会のメンバーの推測値の散らばりを「リスク・バランス・チャート」として明示しているのである。第5表での数値は、各委員の推計値の中央値を示したものである。けれども、前述のごとく、予測期間が長くなればなるほど、過去の需要動向をもとにした経験と「感覚」による経済予測は不確かになる。ことに、現在行っているように、向こう3年先までの経済予測となると不確実な要素が多すぎて、予測の確からしさは減少する。⁽¹¹⁾

(8) 経済理論に基づいた経済予測

そこで利用されるのは経済理論に基づいた経済予測である。様々な経済理論に基づいて構築される理論モデルに具体的な経済データを当てはめて構築された計量モデルが必要になるのである。この場合も、前述のごとく我々の知識が不完全で不十分であることを考えれば、単一の経済理論（the economic theory）があるわけではない。どの理論モデルも現実のある側面を強調するがゆえに見落としが、重視しない要素が存在するのである。このことを念頭に置くときには、

とり上げる問題によって、理論モデルを使い分ける必要がある。白川は、次のように述べている（白川、211頁）。

「予測にあたっては、（経済予測の）方法論の如何にかかわらず、どのような（経済）メカニズムを想定するかが決定的に重要である。受容と考える経済メカニズムを認識すると、今度は、既存の経済理論に道具箱の中から直面している問題に最も適した道具を取り出す必要がある。様々な情報源にアクセスするなかで得られる感覚は適切な理論モデルを選択する上で有用なものである」（カッコ内は筆者の挿入）。

問題によって「モデルを使い分ける（suite of models）」ということは、それぞれの経済理論も、経済モデルも、競合的ではなく補完的でありうることを意味する。それぞれのモデルがそれぞれに長所と限界を持っているということである。

けれども、経済理論やその応用としてのエコノメトリック・モデルに限界があるからといって、経済理論を全く無視した経験や「感覚」でのみ、金融政策を運営することは、舵を失った船を動かすようなものである。荒れる大海原を進む船はしっかりと舵を取り、吹き荒れる雨風の中を進んでいかなければならない。限界はあるけれども、今ある舵を操作せざるを得ないのである。白川はいう。

「現実の中央銀行は政策運営に責任を有する当局者として、マクロ経済や金融政策に関する知識や理論の限界を明確に意識したうえで、最善と判断する決定を行い、これを遂行しなければならない。このことは『理論と現実は別物である』とか、『理論は役に立たない』とかいうことを意味するものでは決してない。理論モデルは複雑な現実を理解するうえで非常に重要であり、そうした思考の枠組みがないと、複雑な経済を理解することはますます難しくなる」（iii頁）。

「理論モデルは複雑な現実を理解し、相反する動きを示す様々なデータを読み解きながら全体として整合的なストーリーを作っていくという経済の現状判断や予測という地道な作業に活用されているというのである。ここの理論から直ちに政策的な結論が導かれるわけではないが、経済の最も基本的なロジックに背馳した政策運営は失敗する」（208頁）。

(9) 主流派ニューケインジアン経済学とDSGEモデル

それでは、現在、金融政策の運営にあたって最もしばしば利用されている理論は何であろうか。

周知のごとく、ケインズの『一般理論』によって誕生したマクロ経済学はその後、様々な論者による論争を通じて累積的な発展を遂げてきた。前述のとおり、全てのマクロ経済学者に受け入れられる単一のマクロ経済学があるわけではない。けれども、「マクロ経済や金融政策を議論する場合、経済学界で現在主流になっている考え方はニューケインジアン経済学であろう。ニューケインジアン経済学は過去15年ぐらいの間に発展し、金融政策運営のあり方を議論する際にも、有用な見方を提供している」（白川、5頁）。

日本銀行の金融政策においても、経済予測を基本的な判断材料にせざるをえない。しかも、2年から3年先の予測を必要とする。したがって、日本銀行においても経済理論に基づいた計量モデルによる予測が必要である。複雑な現実の世界を整理して理解するためには、最新の経済理論を無視していくことはできない。日本銀行が、現代の主流派であるニューケインジアンの経済理論を用いてどのように経済予測をおこなっているのだろうか。白川は次のように指摘している。

「かつては、極力、過去の動きを正確にトレースできるようにアドホックな式を多く組み込み、その結果として計量モデルは大型化し、これを使って予測や政策シミュレーションが多く行われた。しかし現在はこうした作業は行われていない。これは、現実の予測精度が低かったことに加え、より本質的には『ルーカス批判』を受けて、アドホックな方程式を組み込んだ計量モデルの方法論的欠陥が意識されるようになったことが大きく影響している。現在、中央銀行で使われている計量モデルは以前に比べて中小型のものが多く、・・・・・・その一例が近年多くの中央銀行で利用されてるようになっていくDSGE（Dynamic Stochastic General Equilibrium）モデルと呼ばれる計量モデルである。近年、中央銀行で利用されている計量モデルはルーカス以降の経済理論の発展に比較的忠実な構造になっている」（白川、209頁）。

経済予測や政策シミュレーションには、計量モデルが必要である。しかも経済理論の発展を反映したそれが必要である。白川がいうDSGE（動学的確率的一般均衡）モデルはカナダ、英国、米国等の先進国中央銀行をはじめ多くの中央銀

行で用いられてきている。わが国においても、基本的なニュー・ケインジアン型のDSGEモデルと同様な「ハイブリッド型日本経済モデル (Quarterly-Japanese Economic Model(Q-JEM))」が公表された (一上響他、2009)。

マクロ経済学の発展とその応用としての計量モデルの現状、ことにニューケインジアン経済学に基づいたDSGEモデルについては別稿の課題である。

4. おわりに—金融政策の科学とアート

われわれは、これまで、財政政策と金融政策において、将来の経済予測が政策に如何に関わっているか。経済予測の方法について説明してきた。

本稿を閉じるにあたって次のことを強調しておこう。決して新しいことではなくごく当然のこととして、将来における経済予測は確率的にしか表現できないということである。その確率の値を出来るだけ大きくするように理論においても計量モデルにおいても様々な思考と工夫が積み重ねられてきている。けれども、われわれは、過去・現在・未来の全てを確実に知ることはできない。不完全な知識しか持たない人間が、不確実性とリスクに満ちた「この世」で、少しでも確実性を求めて予測作業をせざるをえない。したがって、われわれの知識を超えたあるもの—それを我々は「エックス (X)」と呼ぼう (第1図参照)—の補完として、人間の「経験と感覚」を用いざるをえないのだと考えられる。もちろん、「未知なるもの」が存在するからといって、「経験と感覚」のみで現実に対処することはできないことを銘記しておきたい。未知なる領域があるからこそわれわれ人間はその未知なる部分を縮小していこうと努力するのである。この努力は「学問的努力」といいよい。学問的努力の成果をわれわれは「科学」と呼ぶとすれば、金融政策分野における未知の部分を探求してきた結果を「金融政策の科学」と呼ぶことが許されるであろう。同時に、「金融政策の科学」で捉えられない部分が存在する。その部分を「アートart」と呼んだり、白川方明氏の⁽¹²⁾ように「感覚」と呼ぶのであろう。⁽¹³⁾

注

- (1) 本稿は、2010年11月20日に岡山大学で開催された第54回金融経済研究会で「金融政策の科学とアートーマクロ経済学の現在ー」と題して発表した一部を拡張したものである。
- (2) 『広辞苑』（第4版）によれば、英米系の国家では、立法・司法・行政の総称だが、ドイツ系の国家と日本では、内閣及び行政機構をさす。本稿では、政府を内閣と同じものと考えている。
- (3) 予算に直接現れてこないが、結果としてマクロ経済に大きな影響を与えるのは、法律の制定である。建築基準法の改正、最低賃金法の改正等々、法律の改正が、家計や企業の経済行動を変え、結果としてマクロ経済的影響をもたらすことは知られている。それゆえに、法学教育の中に経済学、特にミクロ経済学の知識が必要になる。近年の「法と経済学」分野の発展はこの点を物語っている。
- (4) 我が国の財政状況と国債残高状況を懸念して、2011年1月27日、米国格付け会社スタンダード・プアーズ（S&P）は、日本国債の格付けを「AA」から「AAマイナス」に引き下げた（<http://inakamonn.exblog.jp/15829771/>）。
- (5) 財政の健全化をみる指標としての「基礎的財政収支（プライマリーバランス）」（＝歳出総額－「国債費」－「税収」）は、2011年度予算案では、29兆9,344億円の赤字である。つまり、「地方交付税交付金」と「一般歳出」を国民の税収でまかないきれないという状況である。財政憲法ともいわれる「財政法」第4条は「国の歳出は、公債又は借入金以外の歳入を以て、その財源としなければならない。但し、公共事業費、出資金及び貸付金の財源については、国会の議決を経た金額の範囲内で、公債を発行し又は借入金をなすことができる」とある。国の予算は、税収の範囲で歳出をまかなうべし、というのである。この規定どおりでみれば、2011年度予算では、「地方交付税交付金」と「社会保障関係費」以外の歳出には、4兆5,654億円しか残されていない。
- (6) もちろん、「経済予測」に資金と人材を投入する余力のない、証券会社やコンサルタント会社や銀行のコンサルタント部門にとっては、マクロの経済予測がほぼ同じであることは、幸いなことである。けれども、証券会社やコンサルタント会社においては、産業別、業界界、業種別、地域別、企業別の将来の経済予測が重要な情報となるのである。その意味ではミクロ部門の経済予測こそ重視されるのであろう。
- (7) 米国の中央銀行システムである連邦準備制度では、金融政策の目的を物価の安定と最大限の雇用の実現という、二つの目標（dual mandate）を法制化している。

- (8) 2011年1月25日に公表された「当面の金融政策運営について」において、『展望レポート』の「中間評価」は次のようになっている。つまり「3. 先行きの中心的な見通しとしては、わが国経済は、世界経済の成長率が、新興国・資源国に牽引される形で再び高まっていくと考えられることなどから、景気改善テンポの鈍化した状況から徐々に脱し、穏やかな回復経路に復していくと見られる。物価面では、引き続き、消費者物価の前年比下落幅は縮小していくと考えられる。4. 10月の『展望レポート』で示した見通しと比べると、2010年度の成長率は、過去の実績値の改定の影響もあって上振れるものの、2011年度、2012年度の成長率は、おおむね見通しにそって推移すると予想される。物価については、国内企業物価・消費者物価（除く生鮮食品）とも、2011年度は、国際商品市況高の影響などから、やや上振れると見られる一方、2012年度は概ね見通しに沿って推移するものと予想される」。
- (9) 日銀の現在の金融政策のスタンスは、「『中長期的な物価安定の理解』に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく」ということであり、「中長期的な物価安定の理解」とは、「消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心と考えている」というものである（2010年10月5日、日本銀行公表文『『包括的な金融緩和政策』の実施について』）。
- (10) 白川は、「学習する組織としての中央銀行」を強調する（白川、331頁、421頁）。この強調は、2009年4月9日に日銀総裁に就任した白川氏のもとでの日本銀行の「中期経営計画」の「3. 経営指針」の項に「(2) 学習とそれをふまえた実践」を設け次のように強調されている（日本銀行[2009]、[2010a]）。

「経済・金融全般にわたる幅広いリサーチ活動の充実は、日本銀行の使命達成のための重要な前提であり、今後も、その充実に努める必要がある。同時に、中央銀行業務の面でも、日本銀行を取り巻く環境や金融・情報技術革新の展開、国民のニーズの変化等に目を向け、さらなる工夫やサービス改善に向けた調査・検討に継続的に取り組み、情勢の変化に適切に対応していく姿勢が求められる。また、既往の様々な取り組みについても、事後評価を行い、必要な見直しを講じていくことも重要である。このような幅広い意味での『学習』言うを継続する組織文化は、海外の中央銀行にも共通するものであり、今後とも大切に守り育んでいかなければならない」。

ちなみに、「経営指針」の他の二つは「1. 安定的かつ効率的な業務の遂行」と「3. 開かれた組織」である。

- (11) 2011年1月25日の、「当面の金融政策運営について」における、政策委員の見通しの幅は、先

になればなるほど大きくなる。実質GDPでは、0.1%（2010年度）、0.3%（2011年度）、0.3%（2011年度）、国内企業物価指数では、0.1%、0.5%、0.8%、消費者物価指数（除く生鮮食品）では、0.1%、0.4%、0.6%である。

(12) cf. Colander and Daane [1994].

(13) 白川は、経済理論と同時に、中央銀行の業務の中で養われた「感覚」について強調している。本文であげた「理論モデルの選択」に際しての「感覚」の重要性を指摘する個所（白川、211頁）以外のいくつかの個所を挙げておこう。

①「中央銀行の仕事の魅力は政策とバンキング業務、マクロ経済と金融市場、理論と日々の情報収集等、様々な情報と感覚が融合されるところにあるように感じるが、そのような職場環境の中で育まれる文化は、多くの中央銀行に共通している。著者もそうした文化の影響を強く受けたが、そうした文化は当然のことながら、中央銀行に働いているものが作るものである」（iv頁）。

②「（本書では）取り扱っている問題の具体的なイメージやファクトを読者に伝えることに努めた。おそらくどの分野でもそうだろうが、直面している問題についての『感覚』が共有されていないと、実りある議論は難しい」（4頁、丸カッコは筆者による挿入。二重かぎカッコは原文では一重かぎカッコ。以下同様）。

③「金融市場を扱った（第15）章では、市場流動性の枯渇についてといった現象を含め、市場機能の変化といった問題についての感覚を伝えようとした。しばしば指摘されるように『本質は細部に宿る』ことが多い。これらは、技術的な細部にわたる知識や実行（implementation）といった観点を欠いた『政策論』は、時として空虚であるという著者の考えによるものである」（5頁、英文は著者による。以下同じ）。

④「中央銀行がバランスシートを使って金融政策を実行するということは自明のようにも聞えるが、金融政策の問題を議論する際、時として生じる微妙な考えの相違は、この点に関する感覚の違いから生じているように思われる」（16－17頁）。

⑤「金融政策を決定する委員会のカバーする範囲をどのように設定するかで、金融政策の運営の仕方や判断に潜在的に影響を与えるものである。第1に、銀行監督や決済システムの運営等の面における活動を通じてえられる様々な情報や感覚が、金融政策の判断にとっても重要である」（115－116頁）。

⑥「金融政策メンバーが、金融政策以外の事項の決定に参加しない場合でも、金融政策以外の分野で起きている情報を伝えることは可能であるが、『感覚』を伝えるは必ずしも容易ではな

い。正しい『感覚』はいずれは理論化できるものではあろうが、経済の大きな変化が生じているときには、金融政策運営にとってこのタイムラグは致命的な遅れとなる」(116頁)。

⑦「委員会の長所である多様性等の観点からは、ある程度の人数が必要である。しかし、一方で、メンバー数が、多くなると、物理的に活発な意見交換が難しくなるだけでなく、自分たちが決定したという感覚 (sense of ownership) が薄れる結果、委員会の長所が発揮されなくなる恐れがある」(118-119頁)。

⑧「実際、海外中央銀行の関係者による経済予測に関する論文や講演でも、理論 (theory) や科学 (science) に対して、判断 (judgement) や技術 (art) の重要性が驚くほど強調されている」(208頁)。

⑨「経済活動に影響を与える変数として、マネーサプライや金利という変数だけでは上手く捉える事ができない変数が存在するということも感覚としては知られている。そうした感覚はアベイラビリティとか『市場流動性』といった言葉で表現されることがある」(276頁)。

参考文献

- (1) Colander, David C. and Dewey Daane(ed.) [1994], *The Art of Monetary Policy* (M. E. Sharpe).
- (2) 土井省悟[1993]、「経済、経済学、経済政策—経済学における価値判断—」、四国学院大学『論集』、第84号 (12月)、87-106頁。
- (3) 土井省悟[2005]、「金融政策と経済学者」、四国学院大学『論集』、第116号 (3月)、77-109頁。
- (4) 土井省悟[2006]、「ベン・シャローム・バーナンキ」、四国学院大学『論集』、第120号 (7月)、109-146頁。
- (5) 土井省悟[2007]、「インフレーション・ターゲティングと日本銀行の『新しい金融政策の枠組み』」、四国学院大学大学院社会学研究科委員会『社会学研究科紀要』、第7号 (3月)、1-23頁。
- (6) 土井省悟[2009]、「第30代日本銀行総裁・白川方明」、四国学院大学『論集』、第130号 (12月)、1-32頁。
- (7) 土井省悟[2010]、「日本銀行の金融政策運営—白川方明氏の著作から学ぶ—」、四国学院大学『論集』、第131号 (3月)、55-91頁。
- (8) 一上響、北村富行、小島早都子、代田豊一郎、中村康治、原直子[2009]、「ハイブリッド型日本経済モデル：Quarterly-Japanese Economic Model (Q-JEM)」、日本銀行ワーキングペー

パーシ리즈、No.09-J-6 (7月)。

- (9) 中島上智・服部正純[2010]、「新銀行法10年間における情報発信の影響に関する一考察」、日本銀行金融研究所『金融研究』、第29巻第2号(2010年4月)、1-25頁。
- (10) 日本銀行[2009]、『中期経営計画(平成21~23年度)』、2009年3月24日。
- (11) 日本銀行[2010a]、『中期経営計画(平成22~24年度)』、2010年3月19日。
- (12) 日本銀行[2010b]、『経済・物価情勢の展望』、10月28日。
- (13) 日本銀行[2011]、「当面の金融政策運営について」、1月25日。
- (14) 白川方明[2008]、『現代の金融政策—理論と実際』、日本経済新聞出版社。